

# 研报精选

2024年11月24日 第197期

## 宏观专栏

### 特朗普2.0加速经济复苏

报告认为，10月以来美国经济数据回暖积极，促使市场降息预期逐渐下滑。特朗普胜选后，前期压制股市的不确定性消除，美股反弹，并展现出顺周期特征。在降息和财政让利的双重刺激下，美国的内生增长韧性已有所兑现。

### 美联储降息或将进入“慢车道”

报告认为，在美国经济强劲的背景下，美联储有意放缓降息。节奏上，美联储可能从每次会议降息逐步过渡到每个季度降息一次，直到政策利率下调至3.75%至4%之间。

## 专题聚焦

### 特朗普政策与交易的路径推演

报告认为，本次特朗普班底提名速度快、重视“忠诚度”。提名人选的政策主张与特朗普高度一致，甚至更为强硬。在未来政策推进上，移民和关税可能更快，能源时间或较长。

### 特朗普2.0如何影响美国金融行业？

报告认为，特朗普2.0时期或仍将延续其放松金融监管的主要立场，未来可能推迟美国银行业资本充足率提升规则的落地时间，对大型资产管理机构的监管程度或相对可控。

## 宏观专栏

### 11月报：特朗普2.0加速经济复苏

11月美国大选尘埃落定，特朗普再度当选，美联储议息会议如期降息25bp，美股反弹，海外资产仍然延续顺周期特征；国内稳增长政策继续加码，10月多部委召开新闻发布会推出一系列增量政策，11月全国人大常委会审议批准地方政府较大规模化债方案，政策利好提振下，市场情绪较为积极，成长和小盘风格占优。

海外方面，10月以来美国经济数据回暖积极，促使市场降息预期逐渐下滑。美国偏强的基本面数据促使海外市场开始定价美国经济软着陆/不着陆的可能性，且特朗普确定胜选后，前期压制股市的不确定性消除，美股反弹，并展现出顺周期特征。美债利率持续陡峭化，以一年期为分界线，短端国库券利率牛陡，而中长期债券利率熊陡。

国内方面，积极的市场情绪和活跃的资金推动小市值和成长风格继续上涨。10月以来，包括发改委、财政部、住建部等部委陆续召开新闻发布会，推出一系列稳增长经济政策，11月人大常委会推出一揽子化债方案，巩固市场信心，宏观因子交易主线模型显示市场对未来增长预期连续两月改善。10月市场股市资金呈前高后低状态，整体呈净流入，两市融资买入保持活跃；市场情绪改善，换手率、ETF溢价和红利溢价三项A股市场情绪指标保持高位，市场情绪改善强于资金流动情况。当前货币和财政政策协同发力，未来政策有望进一步加码，推动市场从向情绪和资金驱动向基本面驱动演绎。

从历史上的降息周期和文献研究来看，美国降息深度和经济反弹速度受降息前经济状态影响。特别是，相对健康的居民资产负债表和地产市场，往往对应较快的反弹。在本轮降息前，居民现金比例高、债务杠杆率低、地产空置率低、经济处于金融地产周期上半场，这四大关键因素将加速本轮经济反弹的节奏。基于1965年起美国全部17次降息周期样本的量化分析结果，我们估计美国经济有望在本轮降息后4-5个月反弹，即明年一季度至二季度可能是周期反弹

的时间窗口。事实上，在降息和财政让利的双重刺激下，美国的内生增长韧性已有所兑现，消费、设备投资已触底反弹，劳动力市场亦显露积极信号，经济不着陆的可能性在上升。资产配置上，我们继续看好顺周期顺通胀风格、对流动性驱动资产转为谨慎。基本面修复将继续推动顺周期板块如可选消费、资本品、原材料的绽放，并在特朗普关税兑现前利好国内的相关出口板块(抢出口)。但我们提示持续的缩表也可能带来美元流动性的趋紧。



---

以上观点来自：2024年11月15日中金公司研究部已发布的《11月报：特朗普2.0加速经济反弹》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 美联储降息或将进入“慢车道”

美联储主席鲍威尔在11月4日讲话中表示，当前美国经济表现良好，未传递出急于降息的信号。这一立场引发投资者的广泛关注并被解读为偏鹰派。此后，市场加大了对美联储将在12月会议上维持利率不变的押注，预计该可能性为38%，而一个月前为14%。鲍威尔的发言也推动美元连续七周上涨，10年期美债收益率触及4.5%，美股从高位回落。

鲍威尔到底说了什么？首先，他指出“美国经济未传递出任何需要急于（in a hurry）降低利率的信号，较好的经济状况使我们能够谨慎地做出决策<sup>1</sup>”，他还提到，中性利率水平存在的不确定性，“随着央行接近合理的中性水平区间，我们可能需要放慢我们的步伐，以增加我们做出正确决策的机会。”

我们认为鲍威尔希望向市场传递一个信号，那就是在经济强劲的背景下，美联储有意放缓降息。鲍威尔已经在11月美联储FOMC会议后表达了观点，此时释放更加鹰派的信号源于几方面的边际变化。其一，最新公布的10月份CPI与PPI通胀数据没有进一步下行，表明通胀虽仍在放缓的道路上，但道路曲折。其二，11月以来公布的初请失业金数据持续向好，指向此前非农疲软主要因为飓风与罢工影响，劳动力市场整体仍然稳健。其三，最新公布的10月零售销售月环比上涨0.4%，略超过市场0.3%的预期，另外9月该数据涨幅由此前的0.4%大幅上修至0.8%，表明消费需求仍然强劲。综合考虑这些因素，我们认为鲍威尔希望传递美联储有必要考虑放缓降息步伐的信号。

尽管离下一次美联储会议还有数周，但我们认为鲍威尔的言论提供了一定前瞻指引，即决策者已开始考虑下调点阵图。在通胀下行路径不确定性增加，就业趋于稳定，经济数据持续向好的背景之下，美联储相较于9月议息会议时，

---

<sup>1</sup> “The economy is not sending any signals that we need to be in a hurry to lower rates. The strength we are currently seeing in the economy gives us the ability to approach our decisions carefully. Ultimately, the path of the policy rate will depend on how the incoming data and the economic outlook evolve.”  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20241114a.htm>

对于经济可以成功避免衰退的信心或得到了进一步的增强，因此决策者不愿“操之过急”，而是希望降低步速接近终点利率。考虑到12月议息会议上会公布新的点阵图中，我们认为鲍威尔此时的发声更多是为市场“打个预防针”，提前铺垫明年美联储不一定继续每次会议都会降息，终点利率水平也可能不像9月时判断的那么低。我们预测新的点阵图显示的**2025年降息次数将从此前的4次削减为2次，对应终点利率3.75%-4.0%**，这将与我们年度展望报告对降息幅度的判断一致 [《海外宏观2025年展望：从软着陆到新均衡》](#)。

节奏方面，美联储降息也将进入“慢车道”。我们此前的判断是，今年12月降息25个基点，2025年第一、二季度分别各降息25个基点，然后停止降息。我们维持这一判断，即进入2025年后降息步伐将放缓。**为什么还要继续降息？**首先因为目前尚未看到通胀反弹迹象。根据10月份CPI报告，通胀没有进一步下行主要因为二手车价格反弹，同时房租价格保持了粘性。前者更像是短期波动，因为前瞻指标Manheim二手车指数显示最新交易价格再度转向回落。后者的粘性在我们的预期之中，我们在此前报告中认为未来数月的房租通胀可能会保持在0.3%-0.4%的水平。此外，美联储最为关注的指标之一——非房租核心服务价格（supercore）——环比增速回落至0.3%，显示主要服务价格也较为温和。我们认为这些数据并未改变美国通胀放缓的轨迹，而特朗普的关税和减税政策何时落地还有很大不确定性，美联储不会基于预期而就此放弃降息计划（请参考报告 [《大选结果不影响美联储降息》](#)）。

其次，近期的“特朗普交易”呈现强美元、高利率、弱大宗的特征，反而可能有利抑制通胀。自美国总统大选落幕以来，市场密集交易特朗普上任后的潜在政策的影响，其中最为明显的美元汇率走强和美债收益率上升。但本币汇率升值有利缓解输入性通胀，而利率走高则有助于抑制需求，防止经济过热。此外，市场担心特朗普的加征关税将阻碍全球经济复苏，这会抑制大宗商品需求，令其价格承压。过去几周原油、铜等大宗价格都出现了不同程度的下跌，这些也都有助于降低短期通胀风险。

综上，我们维持此前判断，美联储仍将继续降息，但降息节奏会放缓，从每次会议降息逐步过渡到每个季度降息一次，直到政策利率下调至3.75%至4%之间。这一水平比疫情前的中性利率高出约150个基点，这表明美国利率仍将在较长时间内保持高位（high for longer），低利率不是这个时代的底色。



---

以上观点来自：2024年11月17日中金公司研究部已发布的《美联储降息或将进入“慢车道”》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 特朗普政策与交易的路径推演——2024年美国大选追踪（十）

自特朗普11月6日胜选以来，市场预期可能很快“利好兑现”的特朗普交易不仅并未消退，反而不断强化，美债利率逼近4.5%，美元指数突破107，比特币大涨，黄金大跌，连此前反应不大的中国市场和人民币也开始明显承压，这与我们在《[Trump 2.0对全球意味着什么？](#)》中提示特朗普交易在短期仍有惯性、尤其是预期计入不足的资产，如黄金、中国市场和出口链或面临更多压力的判断一致。近期其内阁班底人选不断出炉，使得相关政策“具象化”，也进一步强化了特朗普交易。接下来，特朗普不同政策的推进顺序与路径如何，将直接决定特朗普交易的节奏甚至方向。本文中，我们结合最新班底人选与不同政策的约束，推演未来政策和交易的可能路径。

#### 一、班底成员提名进展：速度快、重视“忠诚度”、设立新部门

相比第一届任期，此次特朗普第二个任期内的班底提名体现了几个特点：**1) 组阁速度快**，白宫幕僚长一职在大选日两天后便已经确认，截至11月16日，内阁15位部长提名已经接近过半，内阁级成员也已经提名5位（参见图表6中梳理），而2016年完成同等进展花费了至少3周以上。其中，**关键的人员如国务卿马克·卢比奥（Marco Rubio）、国家安全顾问迈克·沃尔茨（Michael Waltz）**，这些都是负责外交事务且鹰派立场的强硬官员，因此也直接引发了市场的担忧；**2) 更加重视“忠诚度”**，特朗普提名的多为上一任期和本轮大选中的坚定支持者，哪怕是在外界看来一些人选在相关领域并未有足够的工作经验，如国防部长皮特·海格塞斯（Pete Hegseth），当前是福克斯新闻主持人。此举既可以避免上一任期初期频繁更换官员的情况，如2018年国务卿、司法部长和国土安全部长的更换，也能有助于特朗普政策主张得到贯彻。**3) 设立新部门**，在提名内阁人员的同时还宣布成立了“政府效率部”（Department of Government Efficiency），由马斯克（Elon Musk）和拉玛斯瓦米（Vivek Ramaswamy）担任主管，旨在减少官僚主义、削减浪费性支出，并要求该部门工作不迟于2026年

7月4日结束。但与正常的政府部门不同，此项任命无需国会确认<sup>2</sup>，因此更类似于总统顾问的非内阁成员。

与经济市场相关的主要官员如财政部长与贸易代表仍悬而未决，马斯克背书支持的卢特尼克（Lutnick）<sup>3</sup>目前的提名胜率仍小幅落后于媒体预测的<sup>4</sup>贝森特（Bessent），而莱特希泽（Robert Lighthizer）也是媒体推测的美国贸易代表人选<sup>5</sup>。此外，美联储主席的去留也引发关注。鲍威尔作为美联储主席的第二个任期将持续至2026年5月，他在11月FOMC会后表示自己不会主动辞职<sup>6</sup>，同时特朗普在法律上也不能主动解除其职务。特朗普此前在专访中表示过<sup>7</sup>“尽管两者曾有过争执，但不会寻求提前免除鲍威尔美联储主席的职务”，但是否依然会施加影响值得关注。

## 二、从提名看政策方向：与特朗普主张一脉相承，甚至更为强硬

内阁和政府主要官员将是特朗普政策主张的具体执行者，因此被提名者的主要观点也有助于我们理解在大的政策方向下，最终落地和执行细节的强硬程度（《[Trump 2.0对全球意味着什么？](#)》）。具体来看，

► **对内减税：方向较为确定。**特朗普主张延长个税减税的期限，甚至推动税改法案永久化，并将企业所得税税率从 21%进一步降低至15%。媒体预测财长人选贝森特（Bessent）对减税政策表示支持，在Financial Times的采访中称<sup>8</sup>减税政策将提振经济增长且并不一定会带来通胀。

► **对外加税：方向较为确定，但程度与范围或有分歧。**副总统万斯和已提名国务卿卢比奥（Rubio）均支持提高关税，促进美国本土制造业发展。卢比奥今年9月提出《停止对抗性关税》（Stopping Adversarial Tariff Evasion Act）

<sup>2</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/12/politics/elon-musk-vivek-ramaswamy-department-of-government-efficiency-trump/index.html>

<sup>3</sup> <https://www.cnbc.com/2024/11/16/elon-musk-howard-lutnick-treasury-endorsement.html>

<sup>4</sup> <https://polymarket.com/event/who-will-trump-nominate-for-treasury-secretary?tid=1731816449470>

<sup>5</sup> <https://www.ft.com/content/5003b5b9-7d36-49a7-96cc-d5fecc7a0a96>

<sup>6</sup> <https://www.nbcnews.com/business/economy/fed-chair-says-wouldnt-resign-trump-asked-rcna179208>

<sup>7</sup> <https://www.bloomberg.com/features/2024-trump-interview/>

<sup>8</sup> <https://www.ft.com/content/fa08cc45-e6d1-4e19-b49b-047c5a23ca39>

9，以对所有转移到海外生产的中国商品进行征税。潜在的贸易代表莱特希泽同样也支持“贸易保护主义”，在卸任后发布的新书《No Trade is Free》中再度表示将对中国实施高关税、取消最惠国待遇等<sup>10</sup>，并支持“弱美元”政策。

► **控制移民：确定性较高，且更为强硬。**加强边境安全是包括副总统万斯（JD Vance）、已提名国务卿卢比奥、司法部长盖茨（Matt Gaetz）、国土安全部长诺姆（Kristi Noem）、国家情报总监加巴德（Tulsi Gabbard）等多人的共识，特朗普任命的新一任边境事务总管霍曼（Tom Homan）表示将进行“有史以来规模最大的非法移民驱逐计划”<sup>11</sup>。

► **回归旧能源：确定性较高。**已提名的能源部长赖特（Chris Wright）、内政部长伯古姆（Doug Burgum）、环境保护署署长泽尔丁（Lee Zeldin）均主张回归传统能源，表示将支持本土化石燃料的开发以增加供给，并且计划推翻拜登政府的一些重大气候决定，如车辆尾气规定等<sup>12</sup>。

► **外交政策：更为强硬。**多位已提名或潜在的核心官员对华政策较为“鹰派”，包括国务卿卢比奥<sup>13</sup>、国防部长海格赛斯（Pete Hegseth）<sup>14</sup>以及国家安全顾问沃尔茨（Michael Waltz）<sup>15</sup>等。

► **提高政府效率：**本届新设立的政府效率委员会主要任务为减少官僚主义、削减浪费性支出，马斯克表示或将削减至少2万亿美元的联邦政府支出<sup>16</sup>；已提名的卫生与公众服务部长肯尼迪（Robert F. Kennedy Jr.）表示其主要任务之一便是清除部门腐败<sup>17</sup>；司法部长盖茨也提到将结束司法系统的党派化与武

<sup>9</sup> <https://www.rubio.senate.gov/rubio-introduces-bill-to-prevent-communist-china-from-evading-u-s-tariffs/>

<sup>10</sup> <https://www.ft.com/content/327ee953-144f-43e1-8024-296ab001a38a>

<sup>11</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/10/politics/tom-homan-border-czar-ice-donald-trump/index.html>

<sup>12</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/11/politics/lee-zeldin-epa-administrator/index.html>

<sup>13</sup> <https://apnews.com/article/trump-marco-rubio-secretary-of-state-25664371f80dcf3332838352165e4d48>

<sup>14</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/14/politics/trumps-pentagon-pick-hegseth-clash-military-leadership/index.html>

<sup>15</sup> <https://apnews.com/article/trump-national-security-adviser-mike-waltz-0c81d044c9ffe18dfd745202e8351b9c>

<sup>16</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/14/politics/elon-musk-doge-trump/index.html>

<sup>17</sup> <https://www.npr.org/2024/11/16/nx-s1-5193040/robert-f-kennedy-jrs-make-america-healthy-again-effort-is-poised-for-real-power>

器化<sup>18</sup>。

### 三、政策推进路径和顺序：移民和关税更快，减税或年内完成立法，能源时间较长

由于不同政策在增长和通胀的影响方向截然相反，因此也会影响目前特朗普交易的方向和节奏。最终的推进进展依然取决于特朗普与团队的政治思路和优先级，但从流程和程序上，移民、关税因为无需国会批准理论上或最快，减税需在2026年条款到期前完成立法，能源政策所需时间较长。具体来看，

► **移民政策：理论上就任后可以立即推进。**移民问题是本次特朗普参选中的关键议题，同时总统在移民政策方面拥有较高自主裁量权，因此就任后可以通过行政命令来进行非法移民的驱逐，更何况主要负责官员都持强硬立场。在已经提名的人选中，边境事务总管霍曼和国土安全部长诺姆均表示将推进大规模的驱逐计划<sup>19</sup>。不过大规模驱逐行动面临较高的人力成本和移民法庭程序处理的阻碍，特朗普可以先终止拜登政府此前的庇护申请，来加速非法移民的驱逐<sup>20</sup>。

► **关税政策：理论上部分政策可以就任后立即生效。**加征关税的方式按照实施程序和所需时长可以分为三类：**1）援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)**，总统可以不需要经过国会立法或特定的调查流程，也没有理论税率上限。2019年基于IEEPA，美国提出对所有墨西哥输美商品加征5%的关税，并将逐月增加直到25%。**2）依据国内贸易法**，包括301调查、201条款以及232条款等<sup>21</sup>。由于美国已对中国大部分出口商品进行过301调查，如果对现有清单内商品增加关税幅度，无需开启新一轮调查，理论上可以即刻生效。而对于不在现有关税清单，但是已经在301调查里覆盖的商品，需要再举行听证会，时长大概在2-3个月左右。**3）通过国会立法所需时间更长**，取消最惠国待遇、实施对等关税以及全面关税等均需通过国会。不过，在具体幅度上，301条款对于关税加征

<sup>18</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/13/politics/matt-gaetz-attorney-general/index.html>

<sup>19</sup> <https://www.cnn.com/2024/11/12/politics/kristi-noem-homeland-security-secretary/index.html>

<sup>20</sup> <https://www.cbsnews.com/news/trump-plan-deport-immigrants-cost/>

<sup>21</sup> 301条款对特定国家加征关税，201条款出于国内产业保护角度针对特定商品加征关税，223条款出于国家安全角度针对特定商品加征关税

的上限并未限制，但对于所有国家加征10%关税可能存在一定分歧甚至法律上的障碍<sup>22</sup>。

► **减税政策：仅需简单多数，2025年内需完成立法。** 鉴于2018年税改法案中的大部分个人所得税条款将于2026年1月到期，特朗普就任后或有可能提前减税政策的推进，而非上一轮任期内医改法案失利后才于2017年9月转向税改。共和党本次仍可以通过“预算调节程序”来推动减税，法案通过仅需要参议院简单多数（51票），因此如果想在2026年条款到期前完成立法，那么减税政策或需在2025年内完成“预算调节程序”。不过减税政策也或进一步扩大财政赤字，Tax foundation测算<sup>23</sup>特朗普的减税政策或在未来十年减少7.8万亿美元的税收，平均每年减少7700亿美元左右，相当于2024年财政收入的17%。

► **能源政策：所需时间较长，需要两党合作。** 在当前能源政策的框架下，1) 退出巴黎协定和扩大能源开发不需要参议院的通过，但退出巴黎协定仍需要一年的通知期<sup>24</sup>。2) 废除拜登政府《通胀削减法案》中的补贴政策，则需要通过预算调节程序；3) 其他环境相关法规则需要通过国会。

这一推进路径与上一任期基本一致，只不过关税顺序可能提前。特朗普在2017年就任初期密集兑现政策，签署多项行政命令和总统备忘录，如限制并削弱奥巴马医改、退出跨太平洋伙伴协定（TPP）、重新谈判北美自由贸易协定（NAFTA）、开始驱逐非法移民等。

往前看，一些关键节点有：1) 2025年1月20日正式就任后“百日新政”的实施情况，就任后可能会宣布一系列政策与行政命令；2) 2月国情咨文，新总统通常于2月份对美国国会阐述其立法议程及国家优先事项；3) 3~4月公布2025财年预算案，可能提供更多关于基建、减税等法案的关键细节。

四、“特朗普交易”的演变：短期仍有惯性，就任后或暂缓，等待后续政策

<sup>22</sup> <https://ustr.gov/sites/default/files/2023-04/2023%20Special%20301%20Report.pdf>

<sup>23</sup> <https://taxfoundation.org/research/all/federal/donald-trump-tax-plan-2024/>

<sup>24</sup> [https://unfccc.int/files/meetings/paris\\_nov\\_2015/application/pdf/paris\\_agreement\\_english\\_.pdf](https://unfccc.int/files/meetings/paris_nov_2015/application/pdf/paris_agreement_english_.pdf)

“特朗普交易”短期仍有惯性。回顾2016年大选后的资产表现，“特朗普交易”在2016年11月至2017年1月期间快速升温(《[大选前后的资产表现规律](#)》)，第一波暂缓的契机来自正式就任，届时资产预期计入较为充分，这也是我们为什么在上文中提示要关注后续重要时间点的原因。因此，短期特朗普交易不排除仍有进一步演绎的惯性，对特朗普各项政策计入预期偏少的资产需要补偿的程度更大，例如此前我们提示的黄金、中国市场与出口链等。

就任后，政策的推进先后将直接决定“特朗普交易”暂缓还是逆转。以上一轮的经验为例，2017年1月就任后，特朗普交易开始暂缓。3月下旬被特朗普置于优先工作重心的医改在众议院共和党内部意外遭遇挫折，成为特朗普交易暂缓的转折点；9月底发布税改框架并于12月22日签署，特朗普交易再度重启，2018年3月关税生效则直接导致铜价大跌。医改这次并非工作重心，因此这几项关键政策的推进先后和顺利程度将直接决定特朗普交易的进展：1) 对于风险偏好有明显提振作用的减税和基建等政策如果推进顺利，可能会进一步强化美债、美元、美股与顺周期板块的表现。反之亦然，美债和美元在当前位置本身就提供一定“反着做”交易性机会，如果上述政策推进顺序延后或并不顺利，可能会使得反向交易更加剧烈；2) 关税与移民政策如果推进较快且幅度远超预期，可能会强化对通胀的担忧，以及贸易对手方资产的扰动。结合上文中对不同政策的推演，我们倾向于在就任后短期出现暂缓甚至逆转，然后等待政策进展后重启。

### 五、更为长期的影响：政策思路和宏观环境可能与上一轮都大不相同

市场在分析特朗普执政思路的影响时，一个主要参照还是2017-2021年第一个任期，例如其经商的经历或使得部分政策初期看起来强硬，但实际上有谈判余地，甚至强硬的表态本身就是一种谈判技巧。但是，我们担心在一定意义上，当前的政策思路与宏观环境与上一轮都已经大不相同。果真如此的话，市场可能存在明显低估其影响的风险。

从执政思路和政治环境上，当前特朗普的基本盘更为稳固、更加集中，政策思路可能也已经迭代：1) 政治资源掌握程度更强：本次大选中，“共和党全

胜”可以更好的配合特朗普政策主张推进。不仅如此，如果以普选票作为“民意”的话，共和党也是自2004年以来第一次在普选票上超过民主党，特朗普以50.1%的普选得票率领先于哈里斯的48.3%。**2) 特朗普的最后一个任期：**美国总统最长两届，因此没有连任诉求和对于未来政治遗产的追求，有可能使得其执政思路与第一任期不同。**3) 核心班底和共和党中青代的主张：**不论是副总统万斯还是内阁提名人选，其政治主张均与特朗普和共和党纲领保持高度一致，甚至更为强硬，因此也不排除会影响此轮任期和未来较长时间的政策走向。

从宏观环境上，当前美国和全球经济面临的环境也与2016年截然不同。过去三年，美国“偶然”促成的三大宏观支柱：大财政、科技创新与全球资金再平衡，是美国经济与美股持续强劲的核心原因。这与里根时期强劲的增长、大规模的财政赤字与贸易逆差（“双赤字”），但美元维持强势且海外资金不断流入的组合如出一辙，形成相互加强的“里根大循环”，其本质是通过大财政和资金回流提振美国资产，但也加大了其他市场的压力，形成美元与非美资产的反差，而特朗普的诸多政策主张有可能会强化甚至固化上述三个宏观支柱。当然，这一局面并非稳态，会增加美国的债务负担与不持续性，也会增加全球贸易体系的脆弱性。因此这才有了后来的“广场协议”美元竞争性贬值，日元和德国马克大幅升值并加大内需刺激。但在此这一脆弱平衡被打破之前，“里根大循环”对于全球资产的影响是深远的。

---

以上观点来自：2024年11月18日中金公司研究部已发布的《特朗普政策与交易的路径推演——2024年美国大选追踪（十）》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

## 专题聚焦

### 特朗普2.0如何影响美国金融行业？

自2024年9月以来，“特朗普交易”成为市场关注的热点，美股金融板块在此期间表现较为亮眼。本文我们回顾特朗普上一任期内的美股金融行业监管政策和股价表现，并展望特朗普2.0对美国金融行业的潜在影响。

**特朗普1.0回顾：1) 股价复盘：**特朗普1.0初期（2016-2018年）金融股跑赢大盘，最高实现超额收益约17个百分点（以2016年初为起点）。**2) 监管政策：**特朗普的主要金融主张在于放松金融监管，2018年5月签署《经济增长、监管放松与消费者保护法案》，这是自次贷危机后出台《多德-弗兰克法案》以来，美国首次放松对金融机构的监管。从法案内容来看，对放松中小银行的内容较多，并提高了系统重要性银行的总资产门槛至2,500亿美元。值得注意的是，2023年出险的硅谷银行/签名银行/第一共和银行均处于该法案的放松范围。

**特朗普2.0展望：**我们认为，特朗普2.0时期或仍将延续其放松金融监管的主要立场。实施路径上主要通过白宫的行政命令、国会的正式法案和金融监管部门的具体细则，但对金融细分行业的影响程度各有不同。**1) 银行：**当前美国银行业巴塞尔III终局规则仍处于讨论期，特朗普2.0可能推迟美国银行业资本充足率提升规则的落地时间。**2) 资产管理：**对大型资产管理机构纳入系统性监管可能仍会继续推进，但监管程度或相对可控。**3) 消费金融：**或保持对消费金融公司和金融科技公司的较低审查。**4) 加密货币：**可能构建相对宽松的监管框架。**5) 并购交易：**可能会部分放宽对反垄断法的实施，加速投行并购交易。

---

以上观点来自：2024年11月19日中金公司研究部已发布的《特朗普2.0如何影响美国金融行业？》

李佩凤 分析员 SAC 执证编号：S0080521070004 SFC CE Ref: BTO526  
杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553  
陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220  
张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055  
姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

2024.11.18 中国图说中国宏观周报：增量政策进展如何？

### 策略及大宗商品

2024.11.18 海外策略：特朗普政策与交易的路径推演——2024年美国大选追踪（十）

2024.11.23 全球资金流向监测：外资流出继续扩大

### 固定收益

2024.11.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

2024.11.19 专题研究：2025年信用债供给预测：供给难显著增长，利率敏感度高

2024.11.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

2024.11.21 简评：创新型浮息债浮出水面，丰富投资工具箱——国开行DR007基准浮息债发行点评

2024.11.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

2024.11.22 简评：债券需求从非银转向银行——2024年10月中债登、上清所债券托管数据点评

2024.11.23 信用债收益率跟踪周报：理财规模持续上涨，信用利差整体压缩

2024.11.23 专题研究：新博弈格局下，2025年债市怎么走？——中金债券市场调查2024年11月期

### 行业

2024.11.18 可选消费：10月社零同增4.8%，促消费政策带动需求回暖

2024.11.18 REITs：公募REITs周报（11.11-11.15）：企稳反弹延续，扩容扩类紧密推进

2024.11.18 建筑与工程：10月固投：固投增速稳定，制造业保持支撑

2024.11.18 电力电气设备：电新双周报：新能源车10月高景气度持续，工控近期外资厂商有所涨价

2024.11.18 交通运输物流：票价上涨、油价下跌——航司利润弹性多大

2024.11.18 家电及相关：家电与智慧家居2025年展望：展望高质量全球化与内销刺激效果

2024.11.18 博彩及奢侈品：3Q24澳博控股博彩收入市场份额升幅最高

2024.11.19 日常消费：白酒线上化新浪潮，机遇与挑战并存

- 2024.11.19 电力电气设备：电池材料前瞻（五）：新型硅碳商业化开启，看好多场景应用前景
- 2024.11.19 不动产与空间服务：周评#415：上周销售环比走弱，同比增幅收窄
- 2024.11.19 家电及相关：受益以旧换新，10月空调出货量提速
- 2024.11.19 金融：特朗普2.0如何影响美国金融行业？
- 2024.11.20 汽车及零部件：宁德换电战略再启，产业催化或持续落地
- 2024.11.20 金融：《金融资产管理公司不良资产业务管理办法》点评：拓宽收购资产范围，着眼中长期发展
- 2024.11.21 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（五）：海内外产业催化不断，关注华为链0-1阶段投资机遇
- 2024.11.21 主题研究：光伏制造规范2024年正式稿发布，电耗、水耗要求较征求意见稿提升
- 2024.11.21 主题研究：1-10月出口台数同比回正，看好大型光储Q4需求提升
- 2024.11.21 科技硬件：通信设备2025年展望：AI创新驱动增量投资
- 2024.11.21 REITs：REITs新股系列研究（3）：平安宁波交投杭州湾跨海大桥REIT
- 2024.11.22 REITs：REITs 2025年展望：攻守兼备，价值为锚
- 2024.11.22 电信服务：电信服务海外研究系列：美国电信运营商篇
- 2024.11.22 传媒互联网：数字媒体Q3业绩回顾：长视频表现分化，音乐稳健发展
- 2024.11.23 有色金属：三问铀价：历史、未来和节奏
- 2024.11.24 传媒互联网：互联网周思考：短期回避本周大幅下跌公司

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn